

学校编码: 10384
学 号: 200215216

分类号_____密级_____
U D C _____

学 位 论 文

CNT 公 司 价 值 管 理 探 讨

CNT CORPORATION VALUE MANAGEMENT RESEARCH

郑 学 峰

指导教师姓名: 陈 汉 文 教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 工商管理 (EMBA)

论文提交日期: 2 0 0 5 年 3 月

论文答辩时间: 2 0 0 5 年 4 月

学位授予单位: 厦 门 大 学

学位授予日期: 2 0 0 5 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2005 年 3 月

厦门大学博硕士论文摘要库

内 容 提 要

公司经营的目的，就是要创造公司价值，公司追求的目标，就是公司价值最大化，这已经逐步成为今天中国公司，尤其是众多上市公司的共识，这也充分反映出中国 20 多年的市场化改革在企业层面取得了阶段性成果，但如何衡量公司价值，如何管理公司价值，则仍然困扰着许多企业。本文以 CNT 公司为例，并结合与公司价值管理有关理论，探讨企业如何实施价值管理，促进企业持续创造价值。

全文共分为五个部分。第一章是 CNT 公司的现状。对 CNT 公司基本情况进行简要介绍，分析了 CNT 公司的内外环境，进而指出 CNT 公司面临的挑战。第二章阐述公司价值管理有关理论体系。从理论上阐明公司价值，以及公司价值的衡量方法，企业进行价值管理的途径等。第三章对 CNT 公司实施价值管理的途径进行了探索。在阐述了 CNT 公司价值管理必要性基础上，对 CNT 公司的价值表现进行了评估和价值追踪分析，并提出了该公司进行价值管理的若干途径。第四章集中探讨了 CNT 公司价值管理的具体途径。结合 CNT 公司的实际，从作业成本法、作业成本管理、客户价值管理、存量资产利用管理、增量资产（CAPEX）管理、税务筹划、运营资本管理等几个方面，具体阐述 CNT 公司如何实施价值管理。第五章探讨如何建立公司价值管理机制。公司要有效的实施价值管理，就必须有制度保障，从 CNT 公司的实际出发，必须改进与完善公司财务体制，全面预算管理体系，绩效考核体系等，以支撑公司价值管理的顺利实施。

关键词： 公司 价值管理

Abstract

To promote the value of company, has become many Chinese corporations, especially public listed corporations' focus, this shows the improvement on enterprises of China's reform and opening to the outside world. But how to evaluate the corporations value, and how to improve the company value by implementing value management in enterprise, is the core. In this dissertation, the writer will use CNT Telecom as the case, study how to implement value management in Chinese enterprises, the dissertation mainly composed by five parts, these parts are as followings:

Chapter one: the status of CNT corporation. In this chapter, I tell the challenge CNT faced. Chapter two: the theory introduction of value management, includes the method of value evaluate, and the way of value management. Chapter three: the way of value management in CNT, use value tree dividing, to find the key driver of CNT's value. Chapter four: the concert way study of CNT's value management, mainly from six areas to improve the value of CNT: Activity-based management, customer value management, asset utilization management, CAPEX management, tax management and working capital planning. Chapter five: establish the system to protect the implementation of value management in CNT.

Key words: company, value management

目录

目录.....	1
前言.....	2
第一章 CNT 公司现状.....	3
第一节 公司简介.....	3
第二节 公司管理的现状.....	4
第三节 公司面临的挑战.....	5
第二章 公司价值管理体系.....	7
第一节 公司价值.....	7
第二节 公司价值的衡量与评估方法.....	8
第三节 公司价值管理.....	10
第三章 CNT 公司价值管理途径探索.....	14
第一节 CNT 公司实施价值管理的必要性.....	14
第二节 客观地评估公司价值表现，寻找公司实施价值管理的途径.....	15
第三节 CNT 公司价值追踪.....	16
第四节 CNT 公司价值管理途径建议.....	18
第四章 CNT 公司价值管理的具体举措.....	19
第一节 推行作业成本管理（ABM），为公司持续创造价值奠定基础.....	19
第二节 深入发掘客户价值，开展业务创新，促进收入可持续增长.....	30
第三节 盘活存量资源，提高资产利用率.....	32
第四节 加强对增量资本开支的管理，增强资本性支出的有效性.....	34
第五节 税务筹划.....	36
第六节 进一步加强运营资本管理.....	38
第五章 建立公司价值管理机制.....	39
第一节 建立适应价值管理的公司财务体系.....	39
第二节 以价值管理为导向开展全面预算管理.....	39
第三节 建立绩效考核体系.....	40
参考文献.....	42
后记.....	43

前言

随着中国资本市场的发展,投资者开始注重对公司价值创造能力的评价,因此创造企业价值,已经成为中国众多公司的共识,而对于那些在海外资本市场上市的公司,面对的是国际上成熟的投资者,对公司的价值创造更为看重。海外上市公司已经置身于资本竞争和资本同质化的国际大环境中,唯有深刻理解公司价值管理的内涵,了解和熟悉国际资本市场的运作规则,掌握投资者和中介机构对上市公司价值的评价思路与方法,致力于持续提升自身价值,才能得到国际国内资本市场的青睐。要做到这一点,公司必须以为资本提供者带来持续、稳定的回报作为公司管理目标,进行系统的公司价值管理。

CNT 公司是一家传统的区域性电信运营商,近年已成功在海外上市。经过几年的公司化运作,CNT 在企业经营管理方面,已经树立了“以市场为导向、以客户为中心、追求效益目标”的经营理念。公司自 1999 年开始实施全面预算管理,目前公司在内部财务资源管理上已经初步建立了一套完整的体系,对优化企业资源配置,提升企业效益起了一定作用。公司运营管理机制也得到较大转变,经营业绩也有很大改善。但是,该公司也面临国内电信业日趋激烈的竞争和压力。目前国内已形成数家实力相当的电信运营商和潜在竞争者,同时按照中国加入 WTO 时的承诺,国外电信运营商也将全面进入,电信行业的竞争将更加激烈、复杂。同时作为海外上市公司,面对的是国际资本市场,这些市场上投资者对公司有较高的持续性的盈利要求,如果达不到预期的要求,该公司后续的海外融资将遇到困难,由此也将影响在国内市场上的竞争地位。公司的内部运营机制也还存在一些急需探索解决的矛盾和问题,经营管理、产品开发和营销服务还不能很好地适应市场竞争的需要,对市场的反应速度还无法及时满足用户需求,客户管理水平尚处于初步阶段,公司整体运营还不能完全适应价值管理要求,公司各项资源利用率与国际国内标杆企业相比还有较大差距。

为了应对上述挑战,该公司应全面审视企业内部管理,实施管理转型,运用以价值为基础的管理和方法,检查业务活动的绩效,评估从事或开发的业务是否创造价值,以及创造价值的程度,在各职能部门之间建立起围绕价值创造的绩效驱动理念,将价值管理理念融入到企业文化中。

本文主要通过对 CNT 公司价值管理现状进行分析,探讨建立公司价值管理体系、实施公司价值管理的有效途径,促进公司持续创造价值并有效管理公司价值,以期对该公司实施价值管理提供参考,同时也希望能对类似其他企业有借鉴作用。

第一章 CNT 公司现状

第一节 公司简介

一、基本情况

CNT 公司是中国电信市场的一家区域性电信运营商。主要经营语音通信业务和数据通信业务。下辖 20 个市分公司、80 个县（区）分公司，拥有员工 5 万名左右。2003 年末总资产达到 900 多亿元人民币，净资产 550 亿元，当年业务收入 280 亿元。2001 年 CNT 公司成功在海外上市。

在业务上 CNT 公司是一个以语音通信业务为主，同时经营基础数据和多媒体业务的基础电信运营公司。其经营的主要产品有语音、基础数据、互联网、网元出租、电信增值等五大类。2003 年末，CNT 拥有超过 4000 万固定电话用户，营销网点遍布服务区域内的城乡。同时拥有电话交换机容量超过 5000 万门，拥有一个以省会为中心，连接服务区域内城乡、通达全国和世界各地的四通八达的现代通信网络。

二、组织架构

CNT 公司的组织架构如下图（图 1.1），其中 CNT 本部设置综合办公室、财务部、市场部、网络建设部等职能部门，主要负责本部门职责范围内的全公司业务管理；20 个本地网是 CNT 的分公司，没有法人资格，在内部的管理上属于准利润中心，80 个县（区）分公司隶属于相应的市分公司，在本地网内实行报账制，其主要职责是市场营销和网络维护。

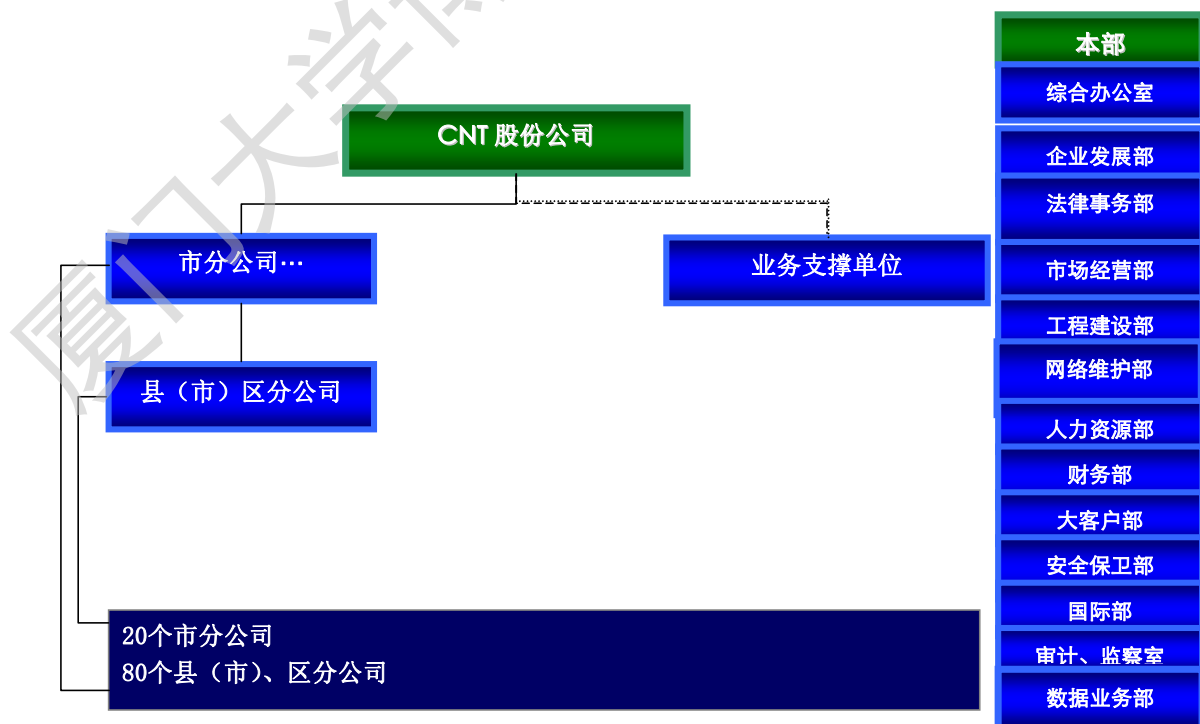


图 1.1 CNT 公司组织架构图

第二节 公司管理的现状

经过几年的公司化运作，CNT 公司在企业运营管理方面，已经树立了“以市场为导向、以客户为中心、追求效益目标”的经营理念。公司自 1999 年开始实施全面预算管理，目前公司在内部财务资源管理上已经初步建立了一套完整的体系，对优化企业资源配置，提升企业效益起了一定作用，这可以从 CNT 公司从 1999 年至 2003 年间主要财务指标的复合平均增长率（CAGR）中得到证实：业务收入达到 10%，利润总额达到 20%，EBITDA15%。但该公司资产周转率相对较低，仅在 30%左右，低于国内同业水平；同时，劳动生产率在同行业内也处于相对较低的水平，2003 年为人均 50 万元左右，在人力资源开发利用上还有较大潜力。

该公司在财务资源分配方面，已经建立起以收入为导向的决定机制，将各项财务资源包括付现成本、工资总额、资本性支出等，按照服务区域内各个地区经济发展水平，将 20 个市分公司分成 A、B、C、D 共 4 类，每一类地区采用统一的百元收入资源含量，公平、合理地分配给各个市分公司，为市分公司总经理提供一个发挥聪明才干的平台，以客观公正地评价本地网的经营业绩，切实建立起本地网之间的竞争机制。以上资源分配方式，保证了资源分配的公平、透明，减少了公司内部的“讨价还价”和市分公司之间的互相攀比，将大家的注意力引导到开拓外部市场，提高企业管理水平，增强企业竞争力方面。但是，这种分配方式也存在需要进一步完善之处：

首先，在注重公平的同时，在一定程度上也易造成资源配置与市场竞争实际需求的脱节，从而使同类地区内原有差异进一步拉大。以收入为基准分配资源的前提是，不认可同类地区由于历史上管理水平的差异导致的现状的优劣，可是现状较差的公司，有些恰恰是市场竞争较为激烈的地区，需要得到总部资源分配上一定的倾斜，以赢得竞争优势，为今后步入良性的发展轨道奠定基础。

其次，以收入为基准分配资源，强化了收入导向，有利于拓展市场，增加业务收入，但同时也导致各个市分公司对增量资本的回报考虑欠缺，对分配到的资本性支出的财务资源往往是全部使用完毕，没有节约投资额度的意识，从而容易导致投资粗放，这对资产规模庞大的 CNT 公司来说，给今后提高资本回报率带来不利影响。

第三、在存量资源的盘活应用方面也缺乏动力。目前各市分公司对占用资产（特别是固定资产）缺乏投入产出意识，从而导致盘活存量资产、提高资产利用效率动力不足。究其原因，主要是市分公司认为存量资产是历史形成的，不是现任总经理的责任；另外，CNT 公司目前急于应对市场竞争，对总体资本回报暂时缺乏严格的考核要求，也是一个重要原因。

在价值管理方面还处于概念性的导入阶段，职能部门之间，尚未建立起围绕价值创造的绩效驱动理念，在企业内部交流沟通上也还存在障碍，时而出现对同样的经营行为，一个单位强调市场份额，另一个单位强调盈利，第三个单位强调股本回报率等局面。同时，价值管理理念还未融入到企业文化中，企业尚缺乏有效的将价值管理的战略转化为行动的工具，实际运营中还没有按照价值管理的模式去开展工作，对产品、客户、渠道、地域各个纬度中，哪些创造价值，哪些贬损价值不甚了解。在客户关系管理（CRM）、客户价值评估和对客户服务水平的差异化管理方面仍处于起步阶段，客户价值管理还需要进一步加强。

第三节 公司面临的挑战

从 CNT 公司的基本现状可以看出, 该公司是一家在国内经营电信业务的海外上市公司, 面临国内电信业日趋激烈的竞争, 与此同时, 在电信行业的上市公司中, 该公司人员较多, 劳动生产率不够高, 资产产出率也处于较低水平, 各项资源管理上还存在着“短板”等。作为海外上市公司, 面对的是国际资本市场, 这些市场上投资者对公司有较高的盈利要求, 如果达不到预期的要求, 该公司后续的海外融资将遇到困难, 由此也将影响在国内市场上的竞争地位, 从而给实现公司“建设世界级区域电信运营商”的战略目标蒙上阴影。总体来看, 目前公司主要面临如下挑战:

一、从外部环境看, 面临着以下几个方面的巨大压力:

1、市场竞争的压力

自上世纪 90 年代中期中国联通成立后, 中国政府为了在电信市场引入竞争, 实施了一系列的分拆、重组, 目前国内形成了数家实力相当的电信运营商和若干个具有相当实力的潜在竞争者。同时, 按照中国加入 WTO 时的承诺, 国外电信运营商也将全面进入, 竞争将更加激烈、复杂。这阶段的电信市场, 尽管总量还在扩张, 但由于处于无序状态, 在各大运营商产品缺乏差异化的情况下, 基本采取“价格战”为主的竞争手段, 增量不增收趋势越发明显, 这对 CNT 这样的传统运营商尤为不利, 市场份额被加速蚕食, 同时企业运营成本也大幅度提高, 客观上降低了企业盈利水平。

2、股东的压力

该公司在上市时, 对海外投资者承诺已投资本回报率逐步达到新兴市场电信运营商的平均水平, 即 $ROIC > WACC$, 而目前, 该公司的 ROIC 与承诺目标尚有相当的距离。同时, 随着中国国有企业改革逐步进入到建设现代企业制度阶段, 国资委代表国家行使国有资产出资人的职能, 对该公司的国有资产保值增值也有严格要求, 各项财务效益指标的预算目标值逐年提高。

3、技术进步的的压力

随着电信技术的飞速发展, 电信服务产品更趋多样性、可替代性; 产品的生命周期也更短, 不确定性增加, 由此导致企业在各项产品上的资本投入风险加大; 技术进步导致异质替代趋势不可逆转, 同业竞争不断加剧, VOIP 等新的技术、业务对固网语音业务构成冲击, 严重挤压了固网的市场空间; 同时, 技术进步也降低了新运营商进入的门槛, 由于电信网络专用性特点, 传统运营商的退出壁垒较高, 这就使得传统运营商竞争压力进一步加大。

4、客户的压力

随着中国电信市场充分竞争市场格局的初步形成, 客户的选择余地越来越大, 价格谈判能力也越来越强。客户一方面要求运营商提供的服务价格尽可能低, 而另一方面, 客户对电信服务质量的要求日益提高, 如客户希望他们的等待时间要缩短, 通话质量要更清晰、上网速度要更快, 等等。

二、从内部环境看, 也同样存在着一系列挑战:

1、由于网络技术本身的原因, 该公司的业务创新能力受到局限, 难以迅速形成新的业务增长点;

2、全业务经营尚有许多不确定因素, 加上技术进步导致异质替代趋势不可逆转, 使得企业抵御风险能力不强、发展后劲不足;

3、企业的运营机制还存在一些急需探索解决的矛盾和问题，经营管理、产品开发和营销服务还不能很好地适应市场竞争的需要，对市场的反应速度还无法及时满足用户需求，客户群没有细分到位，难以提供差异化服务，与国际上标杆企业相比还有较大差距，这在很大程度上制约了企业的发展。

4、由于该公司主体上属于国有企业，存在着薪酬总额的限制，加上内部激励机制尚不完善，导致员工学习和创新动力不足。

5、企业经营业绩方面，ROIC、ROE、收入利润率在国内同业中不具优势，劳动生产率、人均盈利水平较低，与世界级的电信企业差距更为明显。同时，该公司目前ROIC还低于WACC（详见表1.1），不考虑其他因素情况下，按海外投资者的衡量标准，事实上该公司的价值处于贬损状态。

	收入净利润率	ROIC	WACC	ROIC-WACC
CNT	15.12%	7.0%	9.1%	-2.10%

表 1.1 CNT 部分指标表

由此可见，该公司管理层面临的挑战就是在立足于为客户创造价值的前提下，正确把握市场竞争和技术进步方向，积极应对竞争，确保该公司“势”不丢；并致力于赚取高于资本成本的利润，为公司持续创造价值。与此同时，应全面审视企业内部不利于价值创造的“短板”，运用以价值为基础的管理和方法，检查业务活动的绩效，评估从事或开发的业务是否创造价值，以及创造价值的程度。

第二章 公司价值管理体系

第一节 公司价值

对于上市公司而言，公司价值即市场价值（MV），它由企业的股本价值、债务价值组成，用公式可以具体表示为： $MV = \text{股本价值} + \text{债务价值}$ ，股本价值可以运用现金流量折现模式予以计算，即将公司价值（可向所有投资者提供的价值）减去债务价值以及其他优于普通股的投资者要求的价值。公司价值和债务价值等于各自的折现自由现金流（FCF），而自由现金流要用反映其风险的折现率来折现。可以图(2.1)表示：

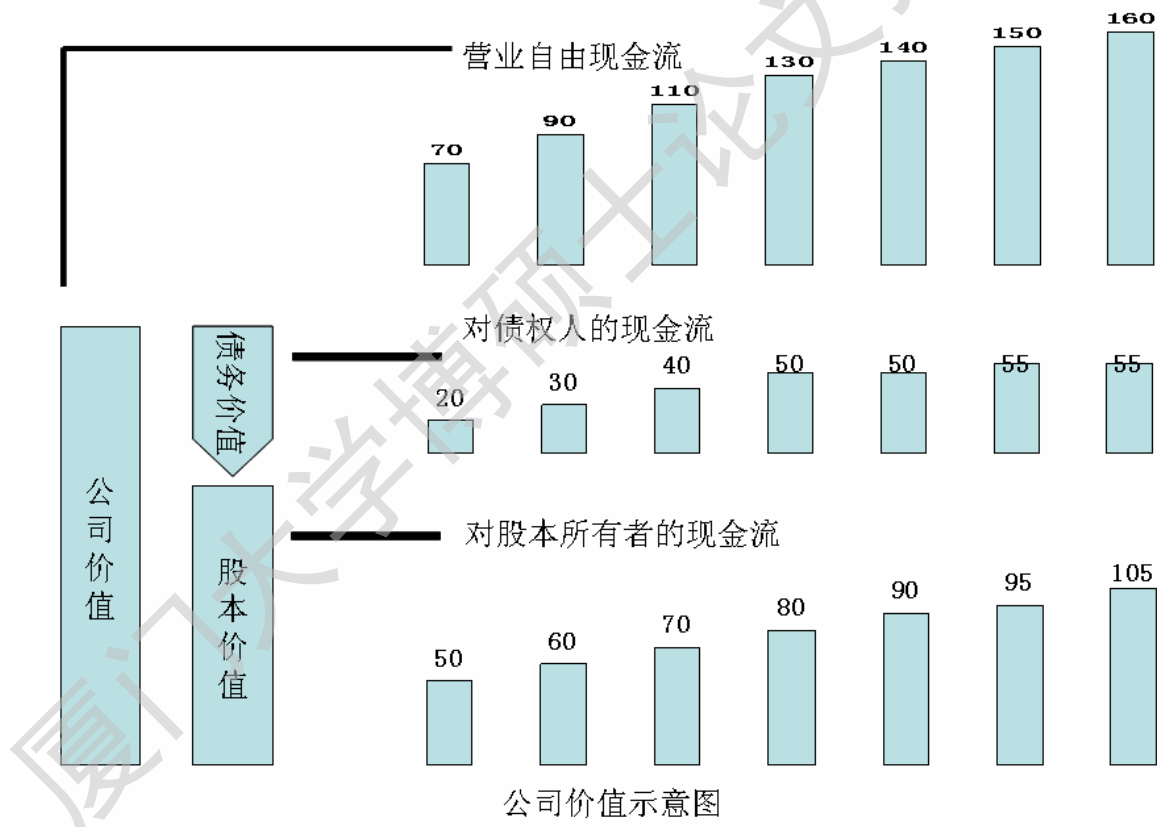


图 2.1 公司价值示意图

自由现金流量等于公司的税后营业利润加上非付现支出，再减去资本性支出和增量营运资本¹。它未纳入任何与筹资有关的现金流量。用于自由现金流量的折现率

¹ 自由现金流量这一概念最早是由迈克尔·詹森提出来的，他指出“自由现金流量是指满足所有具有正的净现值的投资项目所需要的资金后多余的那部分现金流量。”詹森的自由现金流量的概念不容易进行量化，无法从财务报表上直接推算出来，以至于后来许多学者只好借用其他现金流量的概念来替代。其中科普兰和维斯顿将自由现金流量定义为：自由现金流量 = (销售收入 - 变动成本 - 固定现金成本 - 折旧) × (1 - 公司所得税) + 折旧 - 投资。

是指所有资本供应者按照各自对公司总成本的相对贡献而加权的成本，简称为加权平均资本成本（WACC）。

企业价值的计算涉及到企业永续经营问题，考虑到未来现金流量都要按 WACC 折现成现值，时间越久远的年份产生的现金流量折现值越小，据此可以将企业的价值表述为两个时段价值的总和，即预测期内的折现值和预测期后的永续价值。

这样可将公司价值进一步表示为： $MV = \text{明确的预测期间的现金流量现值} + \text{预测期后现金流量的永续价值}$ 。

第二节 公司价值的衡量与评估方法

公司价值的衡量不能停留于定性认识阶段，应该进行定量的评估。对上市公司而言，公司价值可以从市场表现中直接获得，但这是公司运营表现、各种内外信息和股市波动的结果，这里的关键是公司能否进行价值管理，从而以更好的业绩表现回报投资者，要做到这一点，就必须对影响公司股价的各种内在因素进行评估和衡量，从而达到有效管理公司价值的目的。目前，比较常用的评估公司价值的方法有现金流折现法和经济增加值法。其中现金流折现法是被广泛运用的一种方法。

1、现金流折现法

$MV = \text{明确的预测期间的现金流量现值} + \text{明确的预测期后的现金流量现值}$

$$= \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{1 + wacc} + \frac{EBIT (1 - T)}{WACC}, \text{EBIT} (1 - T) \text{ 为 } n+1 \text{ 年的值。}$$

其中： $FCF = EBIT \times (1 - \text{税率}) + \text{折旧及摊销} - \text{资本性支出} - \text{追加营运资本}$ ；

$$WACC = K_e \times E / (D + E) + K_d \times (1 - T) \times D / (D + E)$$

其中： $K_e = \text{股本成本}$

$K_d = \text{债务成本}$

$E = \text{股本市值}$

$D = \text{债务市值}$

$T = \text{所得税率}$ 。

K_e 根据资本资产定价模型（CAPM）确定， $K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$

其中： $K_e = \text{股本的要求回报率}$

$R_f = \text{无风险利率}$

$\beta = \text{公司的个别风险与整个资本市场整体风险的比值}$

$R_m - R_f = \text{“市场风险溢价”或预期市场回报率减无风险利率}$

2、用现金流折现法评估公司价值的基本运用

以某公司为例，来说明现金流折现法评估公司价值的过程：首先，必须计算公司未来若干年的自由现金流量，如表 2.1；其次，根据公司的资本结构及各项资本来源的成本，计算公司的加权平均资本成本（WACC），如表 2.2；第三，根据自由现金流量和 WACC，分别结算公司明确预测期间和明确预测期后的自由现金流量，并按照 WACC 加以折现，得到公司价值，如表 2.3。

3、经济增加值法

现金流折现法能够反映公司完整信息，但是如果要反映某个单一年份的经营情况，则现金流折现法无法做到，必须借助于经济增加值法，其具体计算公式如下：经济增加值（EVA）=（投资资本回报率 ROIC - 加权平均资本成本 WACC）× 投资资本，而企业价值 = 投资资本 + 预计经济增加值（EVA）现值。

自由现金流量一览表						
按百万元计						
年份	序号	1991	1992	1993	1994	1995
未含利息收支的税前经营利润	2	401	439	468	506	545
未含利息收支的税前经营利润之税赋	3	(137)	(138)	(153)	(166)	(178)
扣除税赋的净营业利润	4=2+3	264	301	315	340	367
折旧	5	73	84	97	105	115
毛现金流量	6=4+5	337	385	412	445	482
流动资金的变化	7	(46)	70	33	35	38
资本性支出	8	266	235	157	213	232
其他资产的净增加值	9	(17)	(16)	(4)	(5)	(5)
投资总额	10=7+8+9	203	289	186	243	265
营业自由现金流	11=6-10	134	96	226	202	217

表 2.1 公司自由现金流量计算示例表

加权平均资本成本一览表					
资本来源	总资本比例	机会成本	税率	税后成本	对加权平均数的分摊
债务	15%	7.50%	39%	4.60%	0.7%
股本	85%	10.90%	—	10.90%	9.3%
加权平均资本成本					10.0%

表 2.2 公司加权平均资本成本(WACC)计算表

自由现金流量价值评估一览表				
按百万元计(每股除外)				
年份	序号	自由现金流量 (FCF)	折现因素 (@10%)	自由现金流量 现值
1993	1	227	0.9091	206.3636
1994	2	202	0.8264	166.9421
1995	3	216	0.7513	162.2840
1996	4	232	0.6830	158.4591
1997	5	249	0.6209	154.6094
1998	6	268	0.5645	151.2790
1999	7	287	0.5132	147.2764
2000	8	309	0.4665	144.1508
2001	9	331	0.4241	140.3763
2002	10	356	0.3855	137.2534
连续价值	11	6604	0.3855	2546.1279
企业价值	12=1+2+... +11			4115.1221

表 2.3 公司自由现金流量价值评估一览表

第三节 公司价值管理

从公司价值衡量与评估的方法可以看出，公司管理的目标就是为资本提供者带来持续的回报，即较高水平的 ROIC。在目前资本竞争和资本同质化的环境中，唯有致力于提升自身价值的公司，才能得到资本市场的青睐，而要做到这一点就必须深入地挖掘驱动公司价值的关键因素，并以此开展各项管理工作。

一、找出关键驱动因素进行价值管理

根据公司价值的表述公式，可以看出，要创造价值，投入的资本回报必须高于 WACC，即 $ROIC > WACC$ ，而根据杜邦体系企业价值树的表述原理，可以将影响企业价值的 ROIC 作如下分解：

通过深层次分解，可以找出价值驱动因素。为实用起见，需要将价值驱动因素加以分析测试，以确认对价值影响最大的因素，并指定可以帮助公司实现其目标的个人来承担责任。确定价值驱动因素，必须细致入微，使之与处在生产线管理人员直接控制下的决策变数密切配合。一般性价值驱动因素，如销售增长、营业毛利和资金周转率，同等适用于几乎所有经营单位，但缺乏特性，不能圆满地用于基层。一般层面可以用营业毛利和投资资本结合起来，计算投资资本回报率；经营单位层面，在这里，客户组成非常重要；基层层面需要非常具体地将操作性价值驱动因素与生产线经理控制下的特定决策联系在一起。这一类价值驱动因素通常需要深层次挖掘追踪，以找出对价值产生重要影响的关键操作性价值驱动因素，并将其置于一线管理人员控制之下，关键价值驱动因素应动态管理。确定关键的价值驱动因素也是创造性过程，需要反复进行试验。将价值驱动因素与各项决定相对应，是制定有助于决策的价值驱动因素树型图的关键。

价值驱动因素和情景分析将管理行动与公司价值的影响联系起来，使以价值为基础的管理立足于事实，如图 2.2。

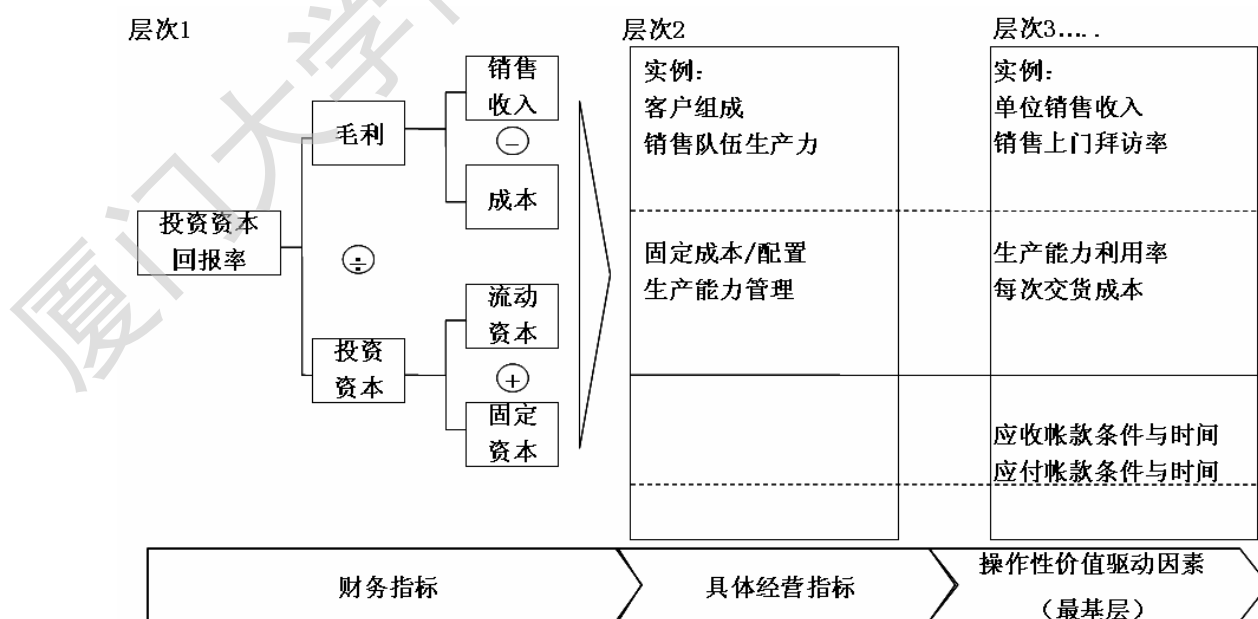


图 2.2 公司价值驱动因素分解

二、价值管理的组织实施

1、首先要处理好公司“做大”与“做优”关系，把握好公司价值创造的正确航向。

要成功实施公司的价值管理，就必须首先理清收入增长与资本效率之间的关系，企业销售收入的增长是企业创造价值的源头和前提条件，而资本效率的高低是企业能否最终创造价值的核心。许多公司在“做大”（即增加企业销售收入规模）与“做优”（即提升企业资本效率）方面存在着困惑。标准普尔对 SP500 指数中的 420 家非金融公司 1987-1991 年的实证研究结果揭示了公司价值、资本效率与业务增长之间的关系，这一规律为我们进行公司价值管理提供了有益的参考，详见表 2.4。

销售增长率	资本效率/EVA率 (ROIC-WACC)				
	< -5%	-5%至-2%	-2%至+2%	2%至5%	> 5%
< 3%	1.5	1.8	1.7	(*)	(*)
3%至6%	1.7	1.6	2.1	1.9	(*)
6%至9%	1.5	1.6	2.0	2.9	3.6
9%至12%	1.3	2.0	2.3	4.0	5.1
12%至15%	1.8	1.8	2.8	(*)	5.5
> 15%	(*)	1.7	3.1	3.6	5.3

表 2.4 销售收入与 EVA 率对企业市场价值的“双轮”驱动

从图示可知，当 EVA 率<-2%时，销售收入增长率从 3%到 15%的不同情景，上市公司市场价值与账面价值之比并没有发生明显变化，说明此时的企业“做大”无助于企业价值的提升；

当 2%>EVA 率>-2%时，销售收入增长率从 3%到 15%以上的不同情景下，上市公司市场价值与账面价值之比呈现出随收入增长率提高而提高的趋势，说明此时企业销售收入的增加，可以明显提升企业市场价值；

当 EVA 率>2%时，销售收入增长率从 3%到 15%以上的不同情景下，上市公司市场价值与账面价值之比总体上呈现全面的“双轮”驱动公司价值的规律，即在同一 EVA 率水平下，收入增长率越高，公司价值越高；在销售收入的增长率相同，则 EVA 率越高，公司价值越高。

由此可见，公司价值的增长，不仅仅表现为利润的增长驱动价值，更重要的是伴随着销售收入的增长，正且尽可能高的 EVA 率的“双轮”共同驱动，给公司带来价值的有效提升。

2、公司进行价值管理的基本途径。

就一般规律而言，公司进行价值管理大致包括以下方面：

(1) 提高公司营运效率，通过建立企业自身核心竞争优势，提高进入壁垒，创造公司价值。从本质上来讲，企业的竞争优势来源于为顾客创造价值，顾客价值可以表示为：产品质量/（价格+时间）。由此可见，要让顾客满意，公司提供的产品和服务必须具备“高质、低价、快速”的条件，而要达到这一要求，公司应致力于内部业务流程的持续改进与优化，达到运营高效和低成本。进行税务筹划，降低公司税务负担增加公司价值，公司的价值是其税后现金流的折现值，因此当公司营业利润一定时，任何合法降低公司税负的行为都能提高公司价值。此外，通过产品和服务的差异化战略建立竞争优势，为公司创造价值。

(2) 优化融资及资本结构管理，增加公司价值。公司融资决策和资本结构管理需要按照自身的业务战略和竞争战略，从可持续发展和企业价值最大化的角度，使融资产品的现金流出期限结构、法定责任与企业预期现金流入的结构与风险相匹配；平衡当前融资与后续持续融资需求，维护合理的资信水平，保持财务灵活性和持续融资能力，并且尽可能降低融资成本以增加公司价值。

(3) 有效进行投资管理，提高投资回报率，增加企业价值。正确把握资本支出的投资方向，突出投资重点，优化投资结构，提高投资回报率；同时对投资进行项目管理，增强资本性支出的有效性，避免与企业核心竞争力无关的投资，有效管理不良投资；减少营运资本占用（不含现金），增加公司价值。

(4) 正确把握好股利分配政策，增加公司价值。在可预见的未来，如果公司的边际资本报酬率大于边际资本成本，增加投资能提高公司价值，此时应采用低股利政策，以增加资本投资提高公司增长速度以提高公司价值。如果公司的边际资本回报率低于边际资本成本，则公司增长越快，价值损毁越多，此时应提高公司边际资本回报或进行高股利分配以降低再投资率以提高公司价值。但股利政策的确定应建立在对公司战略分析预测的基础上审慎进行。

3、应用作业成本法进行价值管理。

我们知道，“成本领先”或“产品差异化”通常是成功企业进行价值创造的基本战略，但这些战略运用的前提都取决于公司是否能够进行有效的成本控制。而公司要想有效的控制成本，必须找出成本资源消耗的基本动因，进而对基本动因评估管理，要做到这一点，就必须在公司中引入作业成本法。作业成本法就是将成本分配的着眼点放在作业活动上，以作业为成本对象，依据作业对企业资源的消耗情况，将资源成本分配到作业，再由作业依据成本动因追踪到产品。运用作业成本法后，首先，可以评估作业对产品和服务的价值贡献；其次，可以有效了解和识别各个作业消耗资源情况，从而准确把握构成产品和服务价值链的各项作业活动的价值贡献情况；第三，可以进一步分析企业哪些作业是“增值作业”，哪些是“非增值作业”，从而对“作业链—价值链”进行优化管理，乃至重构企业“作业链—价值链”，进而重构企业业务流程与组织机构，为构建公司成本领先优势、建立核心竞争力从而为公司持续创造价值奠定基础。

4、运用平衡计分卡（BSC）的原理进行公司各个层面的绩效考核。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库